

ニデック・牧野フライス製作所事件東京地裁決定の解説

M&A ニュースレター

2025 年 8 月 18 日号

執筆者:

[窪田 三四郎](#)s.kubota@nishimura.com

2024 年 12 月の御用納めの日、ニデック株式会社（以下「ニデック」）が、株式会社牧野フライス製作所（以下「牧野フライス」）に対して、事前の打診や協議等を一切行うことなく、同社の完全子会社化を目的とした TOB を 2025 年 4 月 4 日から開始することを提案（以下「本提案」）し、その旨公表した。その後ニデックは、牧野フライスの賛同を得ることなく、実際に 2025 年 4 月 4 日から、TOB を開始した（以下「本 TOB」）。

このいわゆる同意なき TOB に関しては、牧野フライスが導入したいいわゆる「買収への対応方針」（以下「本対応方針」）に基づく対抗措置（以下「本対抗措置」又は「本無償割当て」）の適法性・有効性が裁判所で争われ、東京地方裁判所は、2025 年 5 月 7 日、ニデックによる牧野フライスの新株予約権無償割当ての差止仮処分申立て（以下「本申立」）を却下する決定を下した（以下「本決定」又は「本東京地裁決定」¹⁾）。

本決定は、2023 年に経済産業省の「企業買収における行動指針」（以下「本指針」）が公表されて以降初めて、同意なき TOB に対して導入された「買収への対応方針」（以下「買収対応方針」）に基づく対抗措置の適法性・有効性が司法の場で争われた事案であるとともに、有力な大手上場企業による全部買付 TOB（上限なしの TOB）に対して、対象会社がそのような対抗措置を用いて対抗することの是非が裁判所で争われた事例としても初めてであったことから、今後のわが国における同意なき買収・TOB の実務に多大な影響を及ぼすものであると考えられる。

本稿では、本東京地裁決定について、解説を行う²⁾。なお、当職らは、本提案が行われた当初から牧野フライスにアドバイスをを行っており、本申立においても牧野フライスを代理した。本稿はあくまでそのような一方当事者の立場の者による記述であることをご承知置きいただきたい。

I 事案の概要

1. 主な事実経過

- ① ニデックは、2024 年 12 月 27 日、牧野フライスに対し、何ら事前の打診・協議を行うことなく、概要以下の内容の本提案を行った。
- (i) TOB 価格は、東証プライム市場における公表日前日終値、直近 1 か月、3 か月、6 か月の各平均株価に対して、それぞれ 41.94%、54.67%、67.89%、74.24%に相当するプレミアムを加えた価

¹⁾ 東京地決令和 7 年 5 月 7 日。なお、本東京地裁決定の原文は、資料版商事法務 495 号（2025）46 頁以下に収録されている。

²⁾ 本東京地裁決定の詳細な分析と検討については、太田洋「ニデック対牧野フライス事件東京地裁決定の分析と検討」旬刊商事法務 2396 号（2025）4 頁以下参照。

格である 1 万 1,000 円

(ii) TOB の開始日は 2025 年 4 月 4 日、TOB 期間は 31 営業日

(iii) 買付予定株式数の上限の設定はなし

(iv) 買付予定株式数の下限は総議決権数の 50%をわずかに超える数

(v) TOB 期間中に応募株式数が買付予定数の下限に達した（成立した）場合には、速やかにその旨を公表し、当該公表日の翌営業日から起算して 10 営業日を確保できるように公開買付期間を延長する

② 牧野フraisは、年明け後の 1 月 10 日に特別委員会（以下「本特別委員会」）を設置して、本提案についての検討を開始した。本特別委員会は、本指針に従って、本提案が牧野フraisの企業価値ひいては株主共同の利益の向上に資することになるか否かを検討すべきところ、二デックからできる限り有利な買収条件を引き出すか又は二デックの買収条件よりも有利な条件の競合提案その他の代替案を探索・確保するための努力を尽くすべく、合理的な検討期間が必要であるとして、二デックに対して、TOB 開始日を牧野フraisの決算発表予定日（4 月 30 日）の約 1 週間後の日である 5 月 9 日以降に延期すべきことや、強圧性の問題を払拭するため TOB の下限を総議決権の 3 分の 2 に引き上げることを書面で要請した。

本特別委員会及び牧野フrais取締役会は、1 月以降、再三再四に亘り上記要請を繰り返したが、二デックにはいずれも拒絶された。

③ その一方で、牧野フraisは、2 月 28 日までに複数の第三者から本提案に競合する提案に係る初期的意向表明書を受領したため、3 月 10 日、その旨を公表し、本競合提案につき法的拘束力のある最終的な意向表明書を取得するにはなお時間を要するため、本 TOB の開始を 5 月 9 日以降とすること等を二デックに対して改めて書面により要望した。にも拘らず、二デックは、それに対して検討中である旨の回答を繰り返すにとどまったため、牧野フraisは、3 月 19 日、本対応方針を導入するに至った。

④ 本対応方針の導入にも拘らず、二デックが 4 月 4 日に予定どおり TOB を開始したため、牧野フrais取締役会は、4 月 10 日、本特別委員会への諮問と答申に基づき、本 TOB への反対意見表明を行い、本対抗措置を発動する旨決議するに至った。

2. 本対応方針の特徴

本対応方針は、基本的には、近時の実務上一般的な有事導入型買収防衛策（買収対応方針）の構造（買収者に対して、株主に対する情報提供等の手続を遵守することと、当該手続が完了し株主の検討時間が確保されるまでは大規模買付行為等を行わないことを求め、これに違反した場合には株主総会での承認を条件として対抗措置を発動する）を基礎としている。

もともと、一般的な（有事導入型）買収防衛策とは異なり、本対応方針は、牧野フraisの取締役会が、大規模買付行為等の実質面に関する判断（大規模買付行為等がなされた場合にはその企業価値ないし株主共同の利益の最大化が妨げられる等）に基づき対抗措置を発動する余地を認めておらず、二デックが、株主の検討時間を確保する（すなわち、本 TOB の開始を、5 月 9 日か、競合提案の最終案を受領したことを牧野フraisが確認した時点の、いずれか早い時点以降まで遅らせる）限りは、対抗措置を一切発動することができない仕組みとされていた。

このように、本対応方針は、牧野フraisの株主及び牧野フraisが、本提案と競合提案とを比較検討し

た上で本提案の是非につき適切な判断をするために、競合提案の具体化等に合理的に必要な時間を確保することのみを目的としており、牧野プライスは本対応方針を「時間確保措置」と称していた。

II 本東京地裁決定の概要

1. 判断枠組みについて

(1) 全体の枠組み

本決定は、本無償割当てに差止事由があるか否かにつき、①まず株主平等原則の趣旨違反の存否、②次いで不公正発行該当性の存否、という順で検討する構成をとり、①を主な論点として検討を行った（決定文の頁数だけでいっても、①に 17 頁、②に 1 頁と、①を重視していることは明らかである）。また、①については、ブルドックソース事件最高裁決定³に従って、基本的に、本無償割当てに必要性及び相当性があると認められるかを審査する、という判断枠組みを採用した。

過去に、TOB に対する買収対応方針の適法性が争われた裁判例としては、富士興産事件東京高裁決定⁴等が存在するが、本件の東京地裁は、それらの枠組みに依拠せず、ブルドックソース事件最高裁決定のみ引用している。

(2) 必要性・相当性の判断の対象

本決定は、本無償割当ての必要性及び相当性の審査にあたって、本無償割当てがもたらす効果を 2 つに分けて、それぞれについて必要性及び相当性を検討した。

すなわち、本無償割当て自体は、実際にそれが実行された場合には本 TOB を通じてニデックが取得した牧野プライス株式に係る議決権を希釈化するものである。しかしながら、本無償割当ては、一定の場合に本対応方針自体が廃止されることとされていたほか、無償割当ての実施は 2025 年 6 月開催予定の牧野プライス定時株主総会の決議次第とされていたところ、ニデックの立場からすると、仮に本 TOB が成立した後に上記の希釈化を受けると多大な不利益を受けることとなるため、合理的経済人である上場会社たるニデックとしては、本 TOB の開始を 5 月 9 日以降に延期するか、TOB 期間を定時総会の会日後の日まで延長することを事実上余儀なくされることになる。

本決定は、前者（希釈化）を本来の効果、後者（本 TOB の開始の延期等を事実上強制されること）を中間的效果と、それぞれ位置づけ、上記の判断枠組みに基づき、それぞれの効果が発生させるべき必要性和相当性が存しているかを審査している。

本対応方針は、合理的時間確保のみを目的とすること（ニデックが時間確保に協力しさえすれば買収自体を阻止することはあり得ないこと）を明確に打ち出し、その設計上も、廃止事由等の点で当該目的が一層明

³ 最二決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 卷 5 号 2215 頁。

⁴ 東京高決令和 3 年 8 月 10 日金商 1630 号 16 頁。富士興産事件の詳細については、太田洋「富士興産事件原審決定と抗告審決定の検討と分析」旬刊商事法務 2275 号（2021）36 頁以下参照。

確になるように配慮されていたが、上記のような本来的効果と中間的効果を分けてそれぞれについて審査を行うという枠組みは、本対応方針の特徴に沿って丁寧に検討を行う上で有用なものであると考えられる。

2. 株主平等原則の趣旨違反の存否① – 必要性について

(1) 競合提案の探索・具体化のための合理的時間確保の目的に照らした必要性

本決定は、ニデックの提案より有利な競合提案がなされれば、当該競合提案自体によって、牧野プライスの株主が享受し得る利益が拡大されるというだけでなく、牧野プライスがニデックと交渉を行う上でもより有利な立場に立つことにもつながる点でも、株主共同の利益にかなうとした。

そして、実際に競合提案の提出に向けた手続が進められていることも踏まえ、中間的効果の必要性が認められると判断した。

また、ニデックが合理的時間確保への協力を明示的に拒否していること等を踏まえ、本来的効果の必要性も認めた。

競合提案を探索し、より有利な提案を具体化することが株主共同の利益になることは、理屈の上では当然ではあり、本指針でも触れられている。また、株主が買収の是非を適切に判断するための時間・情報や、買収者との交渉機会を確保することを目的として一定の手段を取ることが正当化され得ることは、遡ると2005年7月29日の日本技術開発事件東京地裁決定⁵や、2008年6月の企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」等ですでに認められており、その中では、代替策の検討・提示にも触れられていた。

もっとも、競合提案を探索するために時間を確保するという目的で一定の手段を取ることが正当化され得ることと、大規模買付行為等の実質面に関する判断に基づき対抗措置を執り得ることとは、理論上は必ずしも両立しないものではないと考えられる（そうであるために、一般的な有事導入型買収防衛策ではその両方を可能とする設計となっている）ところ、牧野プライス側は、本対応方針がもつぱら「合理的時間確保」のみを目的としていることを明確にすべく、上述のとおり、本対応方針の設計において、大規模買付行為等の実質面に関する判断に基づき対抗措置を発動する余地を認めない等の工夫を行ったほか、本対応方針を取って「時間確保措置」と称して各種の開示資料を作成する等、徹底した対応を行った。

このような牧野プライスの対応がどこまで寄与したかは不明ではあるが、裁判所が、競合提案の探索・具体化が（企業価値の問題とは切り離されて、独自に）株主共同の利益になることを正面から認めたのは、本決定が初めてであり、この点は大きな意義を有すると思われる。

(2) ニデックによる反論

競合提案の探索・具体化のための合理的時間確保の必要性に対して、ニデックは、さまざまな観点から反論を行ったが、裁判所はいずれの反論も認めなかった。以下、主な反論を3つ挙げる。

① 本提案から本 TOB の開始まで3か月超の期間があった上に、本 TOB の期間も31営業日確保されてい

⁵ 東京地決平成17年7月29日判時1909号87頁。

る

- ② 対抗提案が真摯な提案といえるかは明らかにされておらず、牧野フライスはニデックに対して敵対的態度を取ってきたことから、買収阻止・経営支配権維持の目的は明白である
- ③ 競合提案が一定の時期までになされなかった場合や、一定の時期までになされた場合でも廃止事由に当たるとされておらず、真の目的は買収阻止・経営支配権維持にある

本決定は、①については、本件の買収規模や対抗提案を行うために必要な手続・ステップを踏まえ、本 TOB の開始を約 1 か月延期させるなどの中間的效果による合理的時間確保が必要であるとした債務者の判断が不合理とはいえないと判示した。

②については、競合提案の存在や交渉の事実を認定するとともに、合理的時間確保の必要性やニデックが TOB 開始の延期等の要請を明示的に拒否していることから、牧野フライスは直接交渉に消極的であったからといって、ニデックが主張するような目的は推認することはできないと判示した。

③については、本対応方針では、一定の場合（TOB 開始を 5 月 9 日以降に延期した場合、又は、TOB 開始前に対抗提案の受領を確認した場合）が廃止事由とされており、本決定でもそのことに触れられている。もっとも、本決定は、(i) TOB 開始後に競合提案がなされた場合や、(ii) TOB 期間が総会後まで延期されても結局競合提案がなされなかった場合であっても、本来的効果（希釈化）を生じさせることが可能であり、本対応方針の趣旨に反する事態が理論上は起こり得ると指摘している。しかしながら、本決定は、特別委員会と本無償割当ての実行には定時株主総会による承認が条件とされていること等を挙げて、牧野フライスの経営陣が本対応方針の仕組みを濫用することを疑うに足りる事情は認められないと判示した。

ニデックによる上記反論は、本件のような同意なき買収・TOB に対応する対象会社としては、対応を検討するにあたって実務上論点となり得る事項ばかりである（たとえば、対抗提案を募る場合のビッドスケジュールの設計や、同意なき買収者とのコミュニケーションの取り方等）。本件はあくまで地裁決定による事例判断であり、本件での牧野フライスの対応が唯一の解でもなければ、本件での牧野フライスの対応と同じ対応を取ったからといって、同じ結論になるとは限らないが、一つの事例として実務上参考になるものと思われる。

3. 株主平等原則の趣旨違反の存否② – 相当性について

中間的效果については、ニデックは本取引の実現が 1 か月程度遅れるという意味で一定の不利益を受けることは否定し難いものの、そのような不利益を超える格別の不利益は主張されなかったし、一件記録からも特にうかがわれないと判示した。

また、本来的効果については、株主総会の決議があって初めて具体化するものであること、及び、ニデックにおいて損害を回避又は軽減することが可能であることから、相当性を否定しなかった。

本決定では、ニデックが本対抗措置を受けることなく当初のスケジュールのまま本 TOB を進めることに関する利益として、「競合提案がなされる前に TOB を成立させるニデックの利益」「早期に決済を受ける株主の利益」も挙げられていたものの、前者については、株主共同の利益と相反する特定の株主の利益にとどまる、後者については、そのような株主は市場で保有株式を売却することも可能であり、有利な競合提案がなされる可能性を確保することによる株主共同の利益に劣後すると、それぞれ判断された。

4. 不公正発行該当性の存否

合理的時間確保の必要性に鑑みて本無償割当ての必要性が肯定される上に、本対応方針は、その設計上、競合提案の最終案が出てくるのを待つための時間を 1 か月程度確保することを可能にするにすぎず、有利な競合提案が現れない限りは債権者による買収を阻止する効果を持ち得ないから、本無償割当ての主要な目的は合理的時間確保にあり、債務者の現取締役らの経営支配権維持は、本件無償割当ての主要な目的ではないと認定した。

III 実務上の意義

1. 競合提案の探索・具体化について

上記 2.(1)のとおり、本決定は、競合提案の探索・具体化が株主共同の利益になることを正面から認めたはじめての裁判例である。このように競合提案の探索・具体化が株主共同の利益になることやその必要性自体は否定し難いところであると考えられ、本決定はこれを正当に認めたものと評し得る。

競合提案に関しては、実務的には、「競合提案の探索・具体化にどのくらいまでの期間をかけることが認められるのか」という点が問題となり得る。この点について、上記 2.(2)のとおり、本決定は、競合提案の最終案を確保するために取締役会が（買収対応方針を用いるなどして）利用できる最長期間を考える上で、60 営業日という法定の TOB の最長期間の定めが参照されるべきであるとのニデック側の主張を排斥し、本件の買収規模や対抗提案を行うために必要な手続・ステップを踏まえ、本 TOB の開始を約 1 か月延期させるなどの中間的效果による合理的時間確保が必要であるとした債務者の判断が不合理とはいえないと判示したが、約 1 か月程度の期間が 2 か月、3 か月、半年、さらには 1 年と伸びてもその必要性が肯定されるべきかについては、何ら解釈の指針を示していない。結局、「競合提案の探索・具体化にどのくらいまでの期間をかけることが認められるのか」については、対象会社の業種や属性、買収提案の条件やそれがなされた時期・経緯、対抗提案者の候補の数、属性等をはじめとする、各案件の具体的な事実関係を踏まえて、個別に判断されるものと考えられる。

2. TOB の強圧性について

実務及び学説において、買収防衛策の適法性・有効性が議論される場合には、TOB の強圧性の有無と関連付けて論じられる例が散見される。たとえば、学説の中には、強圧性がないか、又は相当程度軽減されていれば、株主意思確認総会における承認決議を条件としたとしても対抗措置発動は差し止められるべきという有力な見解が存在する⁶。

この点に関して、本決定は、「株主共同の利益を確保するために特定の株主の差別的取扱いの必要性が認められるのは、強圧性の問題に対応するために株主総会決議によって株主の意思を確認する必要がある場合に限られるわけではない」として、そもそも本 TOB の強圧性の有無は本無償割当ての差止めの可否の結論に

⁶ 田中巨『企業買収と防衛策』（商事法務、2012）143～148 頁及び 435～438 頁、飯田秀総「買収防衛策の有事導入の理論的検討—公開買付けの強圧性への対処」旬刊商事法務 2244 号（2020）11 頁。また、清水毅「買収防衛策に関する議論の現在地と裁判例の行方」旬刊商事法務 2311 号（2024）35 頁参照。

直結しない旨を明らかにしている。

なお、本申立において、ニデックは、上記 1.(1)①(v)に記載した追加株式取得の仕組み等により本 TOB の強圧性は払拭又は著しく軽減されている旨主張していたが、本決定は、「本件 TOB においては、買付予定数の下限が総議決権数の過半数となるように設定されているから、当初買付期間中に総議決権数の 3 分の 2 に満たない株式数の応募によって本件 TOB が成立した場合、債権者としては、追加買付期間において、最大で議決権数の 6 分の 1 に相当する株式を追加取得できなければ、株式併合付議総会において株式併合議案が否決され、その結果として、優権者が総議決権数の過半数を占めるに至った債務者において、少数株主として取り残されるという懸念は、少なくとも理論上は残る」し、上記の追加株式取得の仕組み等についても、「同懸念を軽減する事情に当たるものの、同懸念を払拭させる事情になるとまではいえない」と判示している。

以上のとおり、本決定は、TOB に強圧性が認められることが、同意なき買収・TOB に対する対抗措置の有効性・適法性が認められるための必要条件ではないとの立場を示し、さらには、近時の実務上、時折見られる追加株式取得の仕組みについても、理論上は強圧性を完全には払拭することができないことも述べたが、後者については、本決定の結論との関係ではあくまで傍論であることや、強圧性を完全には払拭することができない点について「少なくとも理論上は」との枕詞をつけて説示していることからすると、実務に直ちに影響が生じる可能性は低いのではないかと考えられる。

IV 最後に

上述のとおり、本件は、「本指針の公表後初めて」「有力な大手市場企業による全部買付の TOB の事案として初めて」等、わが国のこれまでの同意なき買収に関する裁判例としては、「初めて」の部分が多く、今後のわが国における同意なき買収・TOB の実務に多大な影響を及ぼすものであると考えられる。これまで述べてきたとおり、実務上参考になる点は多岐に亘るが、最大の意義は、東京地裁が、競合提案の探索・具体化のための合理的時間確保の目的のみをもって対抗措置の発動が正当化され、一定の条件下では、「株式を買いいたいときに買える」という買収者の利益よりも、「買収提案と競合提案と比較した上で適切な判断を行うことができる」という既存株主の利益が優先されることを認めた点にあると思われる。

もっとも、本件のニデックは、東京地裁も指摘しているとおり、中国での競争法上の手続が本 TOB 開始後も完了しておらず、完了の見込み時期さえ判然としない状態であったのであり、いわば、自らの事情により「株式を買いいたいときに買える」という状況ではそもそもなかったとも考えられる。そのような制約が存在せず、かつ、買収の実現が遅らされることについて具体的かつ説得的な「不利益」を主張立証できる買収者が仮に現れた際に、裁判所が同じ判断に至るかについては、今後の判例・実務の蓄積によって明らかになっていくものと思われる。

なお、実務上は、同意なき買収提案を受けた対象会社が買収対応方針を導入するとして、どのようなプロセスを経て、どのタイミングで導入することが適切であるかや、競合買収提案を募るために必要となる最新の状況を踏まえた事業計画の策定・公表や競合買収提案を募るためのプロセス（ビッド・プロセス）をどのようなタイミングでどのように実施するか、同意なき買収者による競争法ないし FDI（Foreign Direct Investment）規制上の許認可取得のための手続に対して対象会社としてどのように対応すべき等々も極めて重要となると考えられるが、紙幅の関係上、本稿では問題点の指摘のみにとどめておく。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めているいただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ 広報課 newsletter@nishimura.com